

Discussion Paper Series

RIEB

Kobe University

DP2020-J06

近年における日本企業の経営者交代の特性
—経営者のプロフィールと財務比率を
中心として—

榎本 正博

山口 朋泰

2020 年 4 月 20 日改訂



神戸大学 経済経営研究所

〒657-8501 神戸市灘区六甲台町 2-1

近年における日本企業の経営者交代の特性—経営者のプロフィール
と財務比率を中心として—

榎本正博^a

^a 神戸大学経済経営研究所 教授

657-8501 神戸市灘区六甲台町 2-1

Phone: 078-803-7031

Email: menomoto@rieb.kobe-u.ac.jp

山口朋泰^b

^b 東北学院大学経営学部 教授

980-8511 仙台市青葉区土樋 1-3-1

Phone: 022-721-3348

Email: yamaguchi@mail.tohoku-gakuin.ac.jp

2020 年 4 月

近年における日本企業の経営者交代の特性 —経営者のプロフィールと財務比率を中心として—

要約

本研究では日本企業を対象に、2010年から2019年までの経営者交代データを用いて、交代した経営者の属性、交代前後の財務比率と持株比率の動向について分析を行った。この時期の経営者交代に関しては、先行研究と比較して、長期的には経常的交代の比率が低下していることを示した。交代前の財務比率の特性としては、後に強制的な交代、外部者の就任が発生したグループでは業績がより悪化していた。しかし経営者交代が経常的かつ内部者昇進の場合は、指標によっては交代がなかったグループと同じか上回っている場合があった。つまり一部の交代には業績悪化以外の交代メカニズムが働いていることを示した。さらに交代後の業績については強制的かつ外部者就任のグループの業績の回復が大きいが、同じ外部者が就任しても退任経営者が実権を握っている経常的交代の場合は回復が進んでいない。また経営者持株比率、金融機関持株比率、一般事業法人持株比率、外国法人等持株比率といった持株比率と経営者交代のパターン(強制的交代か自発的交代か、内部者が昇進するか外部者就任するか)の関連も示している。こういった研究成果は今後の経営者交代に関する研究に有用な基礎的データとなろう。

Keywords: 経営者交代, 財務比率, 持株比率

1. はじめに

わが国では 2000 年前後以降、株式所有構造の変化と取締役会等の機能強化が急速に進み、経営者に対する監督機能が促進されてきた。経営者交代は経営者を規律付けるコーポレート・ガバナンスの仕組みとして経営者報酬とならび重要な機能を果たしている。そこでは経営者交代が利益連動型報酬制度のように会計数値と連動する規律メカニズムとして働く。さらに会計数値で業績評価が行われるため、その主たる評価対象である会計利益を機会主義的に動かす経営者の行動が発生することが示されてきた。

経営者交代と業績についてはキャリア・コンサーンの観点から就任直後と退任直前に特に注目が集まる。その経営者交代は退任理由や退任後の地位を基準にすれば強制的な交代と経常的な交代が考えられる。これとは別に入社から就任までの期間に着目すれば内部昇進と外部からの就任に分類することもできる。

経営者交代はそのパターンによって交代前後の業績等の財務状況が異なると考えられる。例えば、任期最終年に高い業績を上げ、有終の美をかざって花道交代といわれる交代をする経営者がある(乙政 2004)。反対に極端な業績悪化に陥った場合、その原因を経営者に求められ会長職や取締役として社内に残る可能性が低くなる。またその後を引き継いだ新任経営者は、業績悪化の責任を前任者に帰すために、いったん利益を減少させるような裁量的行動(いわゆるビッグ・バス)を実施し、次年度以降の利益を回復させるかもしれない。一方、社外から就任した経営者は就任直後に取締役会や株主に自己の能力を示すために業績を回復させることをアピールするインセンティブが強い。もちろん利益だけでなくほかの会計数値も経営者の評価の対象となる。

こういった会計数値と経営者交代の関係は、経営者交代の規律付けメカニズムが時代と共に変化することに併せて変わっていくであろう。そこで本研究は、2010 年から 2019 年までの 10 年間にわたるわが国企業の経営者交代の要因や経済的帰結を、経営者の属性、財務比率および持株比率の観点から解明しようとするものである¹。

本研究と同様の観点から分析を行った先行研究として山口 (2011) がある²。そこでは、1999 年から 2009 年までの経営者交代をサンプルに以下の 3 つの分析を行った。まず交代した経営者のプロフィール調査である。例えば退任後の役職、退任時の年齢、新任経営者が入社から経営者になる前の年数などである。次に経営者交代がどのような状況で発生しているかについて財務比率から検討した。そして最後に経営者交代の効果として交代後の財務比率の変化を観察している。本研究では、山口 (2011) 以降のサンプルを基礎に上述の分析を繰り返すと共に新たな指標を加えた。

山口 (2011) 以降も、わが国の経営者交代の特性を調査した論文はいくつか存在する。

¹ 本研究では対象とはしていないが、株価のパフォーマンスと経営者交代についても多く分析されている。またわが国企業の経営者交代と設備投資の関係については太田 (2019) がある。

² 従って山口 (2011) で報告されたわが国の経営者交代に関する論文については詳しく取り扱わない。同論文を参考にしてほしい。

Miyajima, Ogawa, and Saito (2018) はわが国のデータで業績感応度を長期的に追跡した貴重な研究である。1990 年から 2013 年の東証 1 部上場企業からランダムに選択された 500 社を用いて、経営者交代の業績感応度を分析している³。この研究によれば、長期的には交代確率が上昇しており、平均的にも在任年数が短くなっている。また強制的交代(退任後の役職が会長と副会長でない交代)の比率は年と共に上昇しつつある。例えば交代に占める強制的交代の比率は 1990 年には 8.3%, 2000 年には 34.7%, 2010 年には 40.9%と上昇傾向にある。ただし年によって大きく異なり 2013 年には 18.8%となっている。次に経営者交代に影響を与える業績指標が長期的には総資産利益率(ROA)から自己資本利益率(ROE)に変化していた。また海外機関投資家は経営者交代の頻度を高め、業績感応度(産業調整済利益)を上昇させていた。さらに複数の独立社外取締役も同様の役割を果たしていた。

業績指標の中でも、清水 (2015)は赤字の計上に注目した。この研究では経営者交代前後の業績の変化を分析した久保 (2010)を基礎に、1999 年から 2011 年までの赤字による経営者交代と交代後の業績について分析した。その結果、赤字後に経営者を交代しても業績の回復に繋がるとはいえないという証拠を提示した。

柳田 (2018)は、Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, and Wolfenzon (2007)を参考に 2015 年のファミリー企業の経営者交代と企業パフォーマンスについて分析した⁴。そこでは、ファミリー企業においては、ROA の高い時期に親族から親族への経営者交代が行われるという仮説を支持する結果を得た。

こういった経営者交代と業績(業績感応度)については、以前から Weisbach (1988), Murphy and Zimmerman (1993)等多くの研究で行われており、最近では例えば、Dikolli, Mayew, and Nanda (2014)が、CEO の交代は産業調整済利益率と関連することを示した⁵。また、Yamaguchi (2020) は、産業の平均利益率を達成した場合に強制的交代の可能性が低下することを確認している。

先の柳田 (2018)と関連して Ghosh and Wang (2019)は、損失の計上と CEO の交代との関連を分析し、会計利益の変化をコントロールしても、赤字が経営者交代の確率を上昇させることを示した。さらに損失は強制的交代と関連していた。そして損失情報は取締役会を活性化させ損失を計上した経営者に対するモニタリングが強くなっていることを示した。

利益とその関連指標については、例えば Jarva, Kallunki, and Livne (2019)では、GAAP 利益、プロフォーマ利益(street earnings)そして両者の差額である除外項目(exclusion)も強制的交代と関連していた。ただし自発的交代には関連しなかった。また Suk, Lee, and Kross (2020)では、利益の持続性が高いほど強制的交代が発生しにくいことを示している。

経営者交代については利益マネジメント、経営者利益予想の誤差の観点からの研究も多

³ Miyajima, Ogawa, and Saito (2018)はサンプルを 2 つに分けてランダムに企業選択し、東証 1 部上場企業の分布に対応させるようにしている。詳しくは当該論文を参考のこと。

⁴ 柳田 (2018)は、『ファミリービジネス白書 2015 年版』(同文館)を利用している。

⁵ モニタリングが厳しいと CEO の任期中に交代確率が低下し、CEO の交代があるとモニタリング水準が上がることを示した。モニタリングの水準として取締役会の回数、社外取締役の割合等が利用されている。

い⁶。石田・蜂谷 (2019)では 2005 年から 2013 年までの経営者交代と利益マネジメントの関係を扱っている。その期間においては、経営者は 14.2%が交代しており、利益マネジメント(裁量的会計発生高の絶対値)の実施が交代確率を高めるという結果を導いている。さらに利益マネジメントを行った経営者が交代すれば、利益とキャッシュ・フローが改善することも示した。同様に Hazarika, Karpoff, and Nahata (2012)では、米国企業を対象にして利益マネジメントは CEO の強制的交代の可能性を増加させるが、自発的交代の可能性には関係が見られないことを示した。つまり経営者を監視する取締役会は大きな利益マネジメントを実施した CEO を積極的に排除しているとしている。またこの結果は低業績でも好業績でも発生し、利益減少的な利益マネジメントでも交代させられることを示唆している。さらに Kuang, Qin, and Wielhouwer (2014)では、外部者として就任した CEO は就任初期に利益増加的な利益マネジメントを行っている。ただし短期間経過すればすぐにその傾向は減少する。この証拠は外部就任の CEO は就任直後に業績を改善させる強いインセンティブがあることを意味し、取締役会や株主により自らの経営上の能力を知らしめることができるからだとしている。つまり、内部から昇進した CEO と比べて、外部から就任した CEO はキャリアパスの観点から経営者労働市場を意識する必要がある。また Ali and Zhang (2015)でも、経営者は就任初期と末期に利益を過大評価する傾向にある。ただしこの傾向は外部ないし内部からの強力なモニタリングにより押さえられる。モニタリングの代理変数として、機関投資家持株比率、アナリスト・フォローイング、取締役会や監査委員会の独立性が用いられている。

山口 (2013)では、2000 年から 2008 年までの経営者交代のデータを用いて、経営者交代と利益マネジメントの関係を分析した。そこでは経営者交代が強制である場合の発生年に新任経営者が利益減少的な利益マネジメントを実施すること、そしてそれは内部出身者と外部出身者で有意な差が生じていないことを報告した。そしてさらに、ビッグ・バスが将来利益を改善した可能性を指摘した。また藤山 (2014)では 2007 年から 2014 年までの経営者交代と減損損失の計上の関係を分析し、強制的な経営者交代が発生した後に減損損失が計上される可能性が高まることを示した。これは山口 (2013)の結果と一致している。こういった新任経営者とビッグ・バスとの関係は以前から検討されてきた⁷。

さらに経営者による予想利益の精度を経営者の能力と見なして経営者交代との関係を分析したのが石田・蜂谷 (2020)である。そこでは利益予想の精度が下がるほど経営者交代の確率が上昇し、さらに強制的交代の可能性も上昇していることを示した。さらに利益予想の正確度を改善する経営者に交代した場合、将来業績が改善することを示している。この証拠は米国企業を対象とし、業績予想誤差の大きい企業ほど経営者の交代確率が高いことを示した Lee, Matsunaga, and Park (2012)と一貫している。

⁶ 本研究では対象としないが会計不正、修正再表示と経営者交代の関係も多く分析されている。例えば、Beneish (1999), Agrawal, Jaffe, and Karpoff (1999), Karpoff, Lee, and Martin (2008a), Karpoff, Lee, and Martin (2008b), Leonne and Liu (2010), Kryzanowski and Zhang (2013), Agrawal and Cooper (2017)等がある。

⁷ この関係は古くから議論されている。例えば Elliot and Shaw (1988), Francis, Hanna, and Vincent (1996), Riedl (2004)等がある。

本研究ではこれら先行研究の知見を参考にしながら経営者交代の基礎的な分析を行った。主要な結果と貢献は以下の通りである。第一にわが国の直近までの経営者交代を反映し、最新の証拠を示した。経営者交代のプロフィールを詳しく紹介している研究は2013年で調査期間が終了しているが、本研究は2019年3月までデータを収集している。また上場企業全社を対象にしており調査範囲が広い。分析の結果、先行研究と比較して経常的交代が減少しており、長期的には経常的交代の比率が下落していることを示している。しかし退任時の年齢、新任経営者の入社から就任までの年数は先行研究と大きな違いがなかった。第二に退任時の財務比率の特性としては、強制的な交代、外部者の就任が発生したサンプルの業績が悪化していた。経常的かつ内部者昇進の場合は、指標によっては交代がなかったグループと同じか上回っている場合があり、こういった業績悪化を伴わない交代にも注意を払う必要があることを示した。最後に強制的かつ外部者就任のグループにおいて交代後の業績の回復が大きいが、退任経営者が代表権をもって内部にいる場合(経常的交代)には回復の度合いが大きい。同じ外部者が就任しても退任経営者が内部にいるか否かで業績の回復の差が示されていた。持株比率は外部者就任の企業で類似しており、外部者就任には持株比率が関係していることも示した。こういった研究成果は今後の経営者交代に関する研究に有用な基礎的なデータとなろう。

以降の構成は以下である。第2節は経営者交代の基礎的なデータを概観する。具体的には経営者の退任後の動向、退任年齢、新任経営者の年齢、就任までの年数等である。第3節では財務比率を中心として交代前と交代後の動向を追跡する。第4節はまとめである。

2. 退任、新任経営者のプロフィール

2.1 分析枠組みと経営者交代の態様

本節では、2009年4月1日から2019年3月31日までに行われた経営者交代を対象として、その特性を明らかにする⁸。本研究で調査対象とする経営者はトップ経営者であり、具体的には社長ないし頭取の肩書きを有する者、社長の肩書きを有するものがない場合CEO(最高経営責任者)の肩書きを有する者、代表取締役の肩書きを有する者が1名の場合その者、と定義される。それ以外の場合、例えば共同社長が存在する企業など、トップ経営者を判別できない場合は対象から除いている。経営者の情報は、『会社四季報』(東洋経済新報社)のほか、『役員四季報』(東洋経済新報社)、『CGES』(日経メディアマーケティング)、『日経企業基本データベース』(日経メディアマーケティング)を利用している。

分析に当たり、経営者交代をいくつかのグループに分類する。分類する基準は経営者交代が強制的か経常的かであり、もうひとつは内部者が昇進するか外部者が就任するかである。この2つの区分で経営者交代サンプルが4グループに分かれる。

まず研究上は退任後にどのようなポストに就くかで経営者交代が経常的交代か強制的交

⁸ 『会社四季報 CD-ROM 版』(東洋経済新報社)で毎年春号と秋号で年2回代表者を特定し、代表者の交代を収集している。

代に分類されてきた。前者は経営陣として企業に残り経営の実権を保ったまま退任するパターンである。先行研究では、会長に就任するかどうか(Kaplan 1994)、会長に就任もしくは取締役に残るか(Kang and Shivdasani 1995, 1996, 首藤 2010)、取締役として残るか(石田・蜂谷 2020)、代表権を持っているか(乙政 2004, 山口 2011, 2013)である。本研究では会社の代表権を持っていれば経営上の実権を握っていると考え、退任経営者が代表権を保持した交代を経常的交代、それ以外を強制的交代とする。

次に内部の昇進者と外部からの就任者の区別である。内部昇進者は従業員として入社し、長期間勤務した後、取締役を経て社長に就任するパターンである。外部出身者は、親会社、銀行、関連会社、官公庁に務めてきた者が経営者として招聘され入社後短期間で社長に就任することが典型例である。先行研究では入社からの年数で分類されてきており、本研究では中内 (2007)、山口 (2011, 2013)に従い、「入社から1年以内に就任した者」を内部昇進者とし、それ以外を外部出身者とする。

2.2. 新旧経営者のプロフィール

表 1 は経営者交代の発生数と新任経営者の退任後の役職等を示している。経営者交代は合計 4,404 件であり、年平均 440 件程度になる。ここでいう役職は取締役・監査役等「役員四季報」(東洋経済新報社)で確認ができる場合に限っている。交代後の前任経営者の役職としては会長が最も多く、退任後 44.2%(=1,949/4,404)が会長に就任している。山口 (2011)では 45.6%であり、それと比べて微減している。本研究のサンプル選択期間に該当する Miyajima, Ogawa, and Saito (2018)の 2010 年から 2013 年のデータでは、会長ないし副会長に就任した合計の割合は 60%を超えている(本研究のサンプルでは退任後に会長ないし副会長にする割合は 46.8%)。Miyajima, Ogawa, and Saito (2018)のサンプルは東証 1 部に長期間上場している安定的な企業が多いと考えられる。つまり安定的な大企業ほど退任後に会長ないし副会長ポストが用意されている交代が多いことが読み取れる⁹。

【表 1 を挿入】

表 1 では退任後も代表権を保持する経常的交代の割合は 36.8%となっており、山口 (2011)の 40.1%と比べて小さい¹⁰。Kaplan (1994)、乙政 (2004)では代表権を保持する割合が 60%台となっており、その割合は長期的に低下しているといえる¹¹。退任後の役職の例とあわせて

⁹ 3 節のサンプルを用いると、時価総額で 4 分割した企業群において、最も小さな企業群では全交代に占める経常的交代の割合が 56%であるが、最も大きな時価総額の企業群では 56%となっており、この推論と一致する。なお交代確率においては一番小さな企業群で 13%、大きな企業群で 18%である。

¹⁰ 先行研究では Parrino (1997)で用いられた強制的交代の定義が用いられることが多い。Parrino (1997)では、CEO 交代の記事をベースに強制的交代を定義している。ただし本稿では交代の件数が 4,000 件を超えるため実施は困難である。

¹¹ Kaplan (1994)は 1980 年の *Fortune* 誌に掲載された 119 社をサンプルとし、乙政 (2004)は 1990 年から 1995 年までの東京、大阪、名古屋の各証券取引所に上場している製造業 942 社(うち経営者交代があった企業は

考えると、前任経営者が影響力を残して退くケースが減少していると考えられる。表 2 は退任時の年齢を記している。退任年齢としては 65 歳が最も多くこの傾向は山口 (2011) の調査と大きな変化はない。

【表 2 を挿入】

表 3 は、新任経営者が就任した年齢を示している。60 歳で経営者に就任するケースが 806 人と最も多く、その前後も 700 人台と多い。全体的には 50 歳代で就任するケースが多い。90 歳で社長に就任するケースもある。なお、山口 (2011) においては就任時の年齢は調査されていないが、山口 (2011) と同じサンプル期間で同様にデータを収集すると類似の結果が観察された。表 4 は新任経営者が経営者に就任するまでの期間を示している。「0」は入社した月に就任することを表し、18.1%が入社直後に就任していることを示している。この比率は山口 (2011) の 13.3%と比較して高く、外部から招かれる例が多くなっていることがわかる。入社後 10 年以内に経営者になるケースは全体の約 48%を占め、山口 (2011) と変化がない。また長期間会社に勤務するパターンでは入社後 37 年で就任する割合が最も多い。これは学校卒業後に入社して 60 歳前後に経営者になっていることを意味しており、表 3 の就任年齢と首尾一貫する証拠である

【表 3, 表 4 を挿入】

3. 経営者交代前後の財務比率等分析

3.1. 分析に用いる指標

この節では経営者交代前後の財務比率と持株比率を分析する。分析においては以下の基準でサンプルを選択している。2 節で利用した経営者交代データに加えて、財務データ、持株比率データをあわせて分析する。

- (1) 日本のどこかの証券市場に上場している(2011 年以前においてはジャスダックを含む),
- (2) 3 月決算である,
- (3) 所属する産業(日経業種中分類)におけるデータが 20 以上ある¹²,
- (4) 分析に用いる財務データがすべて計算できる,
- (5) 同一年度に複数回の経営者の交代がない(経営者交代サンプルの場合),
- (6) 前後 1 年に経営者の交代がない(経営者交代サンプルの場合),
- (7) 連続した 3 年間経営者の交代がない(経営者の交代がないサンプルの場合)。

568 社)である。従って全上場企業を対象とした本サンプルとは企業特性が異なる可能性もある。

¹² 会計的裁量行動及び実体的裁量行動の計算のためである。

(5) と (6)は経営者交代年度とその 1 年後のサンプルを比較するために採用している基準である。2018 年 4 月から 2019 年 3 月までの交代はこの特定のために用いるため、この期間の交代は分析の対象外となる。(7)は、(5) と (6)で選択された経営者交代サンプルと比較するためのサンプルを選択するために用いられる¹³。

その結果、調査対象企業年は 12,096、経営者交代グループ合計 1,836、交代なしグループ 10,260 となった。

本節で用いる財務比率は以下の通りである。財務データと持株比率データは『日経 NEEDS FinancialQUEST』（日経メディアマーケティング）を利用している。

- (1) 総資産経常利益率_t = 経常利益_t ÷ 総資産_{t-1},
- (2) 総資産当期純利益率_t = 当期純利益_t ÷ 総資産_{t-1},
- (3) 総資産経常利益率の変化_t = (経常利益_t - 経常利益_{t-1}) ÷ 総資産_{t-1},
- (4) 総資産当期純利益率の変化_t = (当期純利益_t - 当期純利益_{t-1}) ÷ 総資産_{t-1},
- (5) 経常利益の予想誤差_t = (経常利益_t - 期初予想経常利益_t) ÷ 総資産_{t-1},
- (6) 当期純利益の予想誤差_t = (当期純利益_t - 期初予想当期純利益_t) ÷ 総資産_{t-1},
- (7) 産業調整済総資産経常利益率_t = 総資産経常利益率_t - 産業平均総資産経常利益率_t,
- (8) 産業調整済総資産当期純利益率_t = 総資産当期純利益率_t - 産業平均総資産当期純利益率_t,
- (9) 自己資本当期純利益率(ROE)_t = 当期純利益_t ÷ 自己資本_{t-1}¹⁴,
- (10) 流動比率_t = 流動資産_t ÷ 流動負債_t,
- (11) 固定比率_t = 固定資産_t ÷ 自己資本_t,
- (12) 負債比率_t = 負債_t ÷ 自己資本_t,
- (13) アルトマンの Z スコア_t = Altman (1968)で開発された Z スコア¹⁵,
- (14) 経営者持株比率_t = 役員持株総数_t ÷ 発行済株式総数_t,
- (15) 金融機関持株比率_t = 金融機関持株総数_t ÷ 発行済株式総数_t,
- (16) 一般事業会社持株比率_t = 一般事業会社持株総数_t ÷ 発行済株式総数_t,
- (17) 外国法人等持株比率_t = 外国法人等持株総数_t ÷ 発行済株式総数_t,
- (18) 会計的裁量行動_t = Kothari, Leone, and Wasley (2005)で提案された会計発生高モデルで

¹³ このサンプル選択基準からは、経営者交代が連続した年で発生している企業、同一年に 2 回異常交代した企業が経営者交代サンプルに含まれない。従って経営者交代サンプルから極端に経営に問題のある企業が脱落する可能性がある。また(7)の基準により 3 年間経営者の交代のない企業が選択されることになり、比較的安定した企業、創業者一族等が支配している経営や交代の発生していない企業が含まれる可能性が高まる。

¹⁴ 日経 NEEDS FinancialQUEST で「自己資本(C01106)」を用いている。ほかの自己資本を用いる比率も同様である。

¹⁵ Altman (1968)の Z スコアは以下の式で算出される。

$$\text{AltmanZ} = 1.2 \times X_1 + 1.4 \times X_2 + 3.3 \times X_3 + 0.6 \times X_4 + 0.999 \times X_5$$

$$X_1 = \text{運転資本} \div \text{総資産}, X_2 = \text{留保利益} \div \text{総資産}, X_3 = \text{利息・税控除前利益} \div \text{総資産}, X_4 = \text{時価総額} \div \text{負債}, X_5 = \text{売上高} \div \text{総資産}。$$

計算された裁量的会計発生高の絶対値¹⁶。

(19) 実体的裁量行動 t = Roychowdhury(2006)で提案された異常営業キャッシュ・フロー×
(-1), 異常裁量的費用×(-1), 異常製造原価の和の絶対値

(1)から(9)は経営者交代に直接影響するであろう利益に関する指標である。第1節で述べたが、事前には経営者を交代させる指標として利用され、交代後には新任経営者の最初の業績評価として注目される指標となる。

(10)から(13)は安全性に関する指標である。負債比率は先行研究で経営者交代と関連する変数として使用されてきた。またアルトマンのZスコアは、財政状態悪化の総合的な指標として古くから広く用いられている。業績不振から経営者交代となった企業では安全性が低下している可能性が高く、新任経営者には財務の健全が求められるであろう。その意味で外部から就任した経営者の方が、企業の利害関係者との関係度合いが低いことから財務体質の改善が容易かもしれない。

(14)から(17)は持株比率に関する指標である。株主の中でも金融機関や外国人投資家は企業を監視する優れた能力があると考えられる。しかし金融機関は融資を通じて、企業の状態に関する私的情報(private information)を有している。そこでは常に経営者をモニタリングしているため極端な業績悪化の前に経営者を交代させ、強制的な交代が発生しにくいかもしれない。一般事業法人は持合や支配関係を通じて、同様の行動をとる可能性がある。これに対して外国人投資家は内部情報へのアクセスが容易ではないため、これら株主と行動を異にするかもしれない。

(18)と(19)は利益マネジメントの文献で用いられる一般的な経営者の裁量行動の指標である。第1節で紹介したように経営者交代のパターンごとに交代前後で様々な利益マネジメントが検討されているため分析に加える。

3.2. 経営者交代前の財務比率等の状況

この節では経営者交代の前期に焦点を当てる。会計期間内(4月1日から翌年3月31日まで)で経営者交代が発生すれば、交代期(t 期)としている。図1から図19は、前期($t-1$ 期)、当期(t 期)、翌期($t+1$ 期)の各財務比率の平均値をプロットしたものである。サンプルは経営者交代が発生していないサンプル(「交代なし」)と交代が発生したグループに分ける。後者は経常的交代と強制的交代、内部者昇進と外部者就任に分割する。グループをそれぞれ「経常/内部」、「経常/外部」、「強制的/内部」、「強制的/外部」と呼び、計5つのグループを相互に比較する。以降では平均値と中央値の両方が両側10%水準で有意に差がある場合のみ、有意に高いもしくは低いという表現をしている¹⁷。

具体的な分析に入る前に、基本的な数値を確認すると、調査対象企業年は12,096、経常的

¹⁶ 計算方法については Appendix を参照のこと。実体的裁量行動も同様である。

¹⁷ 平均値の差は t 検定、中央値の差はウィルコクソン順位和検定である。

交代が 759(うち内部者昇進 695, 外部就任 74), 強制的交代が 1,067(うち内部者昇進 811, 外部就任 256), 経営者交代グループ合計 1,836, 交代なしグループ 10,260, 交代の発生率は 15.1%となる。石田・蜂谷の一連の研究では 14.5%であり, Miyajima, Ogawa, and Saito (2018) の Table 2 から本研究のサンプル収集期間に該当する 2010 年から 2013 年までの値で計算すると 13.8%である¹⁸。極端な差はなく, これらの差はサンプルの収集方法に起因していると考えられる。

図 1, 2 は総資産経常利益率, 総資産当期純利益率のプロットである。強制/内部, 強制/外部グループの強制的交代が発生している 2 つのグループでは, $t-1$ 期の交代なしグループと比較して値が有意に小さく, 業績が悪化していたことを表している。この 2 つのグループは, 経常/内部のいわゆる花道交代と言われる企業が含まれるグループと比較しても有意に低い。従って, この証拠は業績の低迷が強制的交代のみと強く関連していることを示しており, 業績が低下している場合には経営者が退任後に代表権を持てない可能性が高くなることを示唆している。なお経常/内部グループでは交代なしグループと $t-1$ 期の水準に差がないため, 任期の満了といった業績と関連の薄い交代が多く含まれているのかもしれない。有意な差は観察されないが, 経常/外部グループは強制的交代の 2 グループと経常/内部の中間に位置する。

総資産経常利益率, 総資産当期純利益率の $t-1$ 期における変化を表した図 3, 4 では, 強制/外部グループの経常利益変化のみがマイナスで, 交代なしグループと有意に異なり, 経常利益の低下がうかがえる。ここから業績が大きく低下していることが, 強制的交代でなおかつ外部者が就任する原因になっていると推測される。しかし当期純利益では有意な差は見られず, 特別損益で利益を上昇させてもさほど経営者交代に影響を与えていないのかもしれない。強制/外部グループは, 総資産経常利益率については経常/内部グループとも有意な差があり, 同じ経営者交代でも直前の業績の動向には大きな差が見られる。

図 5, 6 の $t-1$ 期の経常利益の予想誤差, 当期純利益の予想誤差については, 強制的交代の 2 つのグループの予想誤差のマイナスが大きい。また強制/内部グループのみが交代なしグループよりも有意に予想誤差がマイナス方向に大きい。またこのグループは経常/内部よりも経常利益誤差, 当期純利益予想誤差が大きくなっており, 利益予想を大幅に達成できていない企業と内部者の昇進が関連していることが示されている。また当期純利益予想誤差で, 強制/内部グループは強制/外部グループと比較してもその値が有意に小さい。

図 7, 8 においては $t-1$ 期の産業調整済総資産経常利益率, 産業調整済総資産当期純利益率も総資産経常利益率, 総資産当期純利益率と同様に強制/内部, 強制/外部グループといった強制的交代においてその値が低く, 交代なしグループと差が見られ, 産業平均利益からの乖離が経営者の強制的交代の原因となっていることが見受けられる。また強制的交代の 2 つのグループは, 経常/内部グループとも有意な差が観察されている。これは総資産経常利益

¹⁸ Kaplan and Minton (2012)によれば, 米国の *Fortune* 500 企業の 1992 年から 2007 年までの交代率は 11.7%となっている。

率、総資産当期純利益率の分析と同じである。この結果は産業調整済 ROA と ROE が低いほど経営者交代の確率が高まっていた Miyajima, Ogawa, and Saito (2018), 石田・蜂谷 (2019) と首尾一貫している¹⁹。

図 9 の ROE については $t-1$ 期において総資産経常利益率や総資産当期純利益率と同様の傾向にある。つまり強制/内部、強制/外部といった強制的交代グループの ROE が低く、それぞれ交代なしサンプルと有意な差があり、かつ経常/内部グループとも有意な差がある。他のサンプル間には有意な差が見られない。

業績と経営者交代についてまとめると、利益水準及びその変化については、強制的交代の利益率が交代なしのグループよりも有意に低く、経常利益が悪化している。さらに強制的交代の企業は経常的交代で内部者が就任した企業よりも業績が悪化していることが多く、同じ経営者交代でも直前の様相が異なることが示されている。ただし経営者予想については強制的交代で内部者が就任することとよく結びついており、その他の指標の傾向とは異なる。全体としては、強制的交代、外部者就任の場合の業績が悪化しており、これらの傾向は山口 (2011) と類似している。また、経常的な交代かつ内部者が昇進しているケースでは交代がないサンプルと変わらない業績を示している点が特徴として表れている。

次に財務比率を用いた安全性を検討する。図 10 の $t-1$ 期の流動比率については、交代なしグループ、内部者が昇進したグループ、外部から経営者が就任したグループの順で高い。特に強制/外部グループについては交代なしグループと比較して $t-1$ 期で有意に低い。流動比率の低下は強制的交代と外部就任と結びついていることが示唆される。その他のグループ間で平均値と中央値両方の有意な差は観察されない。次に図 11 の固定比率については強制/内部グループのみが交代なしサンプルと比較して $t-1$ 期に有意に高い。他のサンプル間では有意な差が見られない。これら 2 つの図の比較からは強制的交代グループの安全性比率が低下していることが示されている。

図 12 の負債比率については、強制/外部グループの負債比率が他と比較して大きい。この証拠は負債比率が高いほど経営者交代、さらに強制的交代の確率が高い石田・蜂谷 (2019) の結果と一致する。さらに強制/内部、強制/外部グループの負債比率が交代なしグループと比較して有意に高い。これは負債の大きさが強制的な交代が発生する可能性を増加させることを示唆している。また経常/内部グループの負債比率の値は交代なしグループと近く、強制/外部グループと比較して有意に小さい。これは強制的交代や外部者の就任が安全性の低下した企業から発生することを示唆している。

図 15 で総合的な財務状態の悪化の指標として Altman (1968) の Z スコアを観察する。 $t-1$ 期の Z スコアは交代なしグループの値が高く、経営者交代が発生したグループについては低く、倒産確率が高くなっている。平均値と中央値については、強制/外部の値が交代なし、経常/内部グループと比較して大きい。強制/内部も交代なしグループと比較して有意に小さ

¹⁹ これらの研究では、業績と経営者交代との関連が主たる分析ではない。付表の変数(産業調整済 ROA と ROE)の符号と有意性から判断している。

い。強制/外部グループは他のグループと比較して有意に Z スコアが大きくなっており、倒産確率の大きさが経営者交代の態様と関連していることがわかる

安全性の分析からは外部者が就任するケースで直前期の安全性が低いことがわかる。山口 (2011)においては、すべての指標で強制/外部グループの安全性が低かったが、2009 年以降をサンプルにすると、経常/外部グループの安全性も低くなっており、この傾向は収益性の分析と一致する。

次に持株比率との関係を見てみよう。図 14 において t-1 期の経営者持株比率は、交代なし、経常/内部、強制/内部、経常/外部、強制/外部の順に高くなっている。つまり、内部昇進のグループ(経常/内部、強制/内部)が外部からの就任(経常/外部、強制/外部)グループより経営者持株比率が大きい。交代なしグループは、すべての交代グループの値より有意に大きい。これは経営者持株比率の比較的大きな企業では交代が発生しにくく、さらに経営者支配の企業では経営者交代の際に外部から経営者を招く割合が小さいことが示唆されている。なお経常/外部グループと強制/内部、強制/外部グループの間には中央値でのみ有意な差があり、他のグループ間では平均値と中央値で有意な差が見受けられる。

t-1 期の金融機関持株比率(図 15)、外国法人等持株比率(図 17)は類似の特徴があるのでまとめて述べよう。強制/外部グループでは交代なしを含むすべてのグループと比較してそれぞれの持株比率が有意に小さい。経常/内部グループの値が、金融機関持分比率ではすべてのグループと比較して大きく、外国法人持株比率では、経常/外部を除くすべてのグループと比較して有意に大きい。経営者の監視に優れた能力を持つと考えられる株主の持株比率が高い企業は、比較的穏当な経常/内部交代が多く発生することを示唆する。これは強制的交代が生じるほど業績が悪化する前に代表権を保持したまま経営者が交代して、次の経営者が内部昇進するのかもしれない。また強制/外部グループは両比率が有意に低い傾向にある。経常/外部、強制/内部グループは交代なしグループと大差はない。海外機関投資家と強制的交代の関係を指摘した Miyajima, Ogawa, and Saito (2018)とは一貫しない結果となっている。

図 16 の一般事業会社持株比率は全般的に強制/外部、経常/外部、強制/内部、交代なし、経常/内部グループの順に大きい。交代なしと強制内部の間に有意な差が見受けられない場合は、すべてのグループで有意な差がある。強制/外部、経常/外部グループのように外部から経営者が就任しているケースでは、一般事業会社の持分が大きかったことになる。これは資本関係を持つ関連企業から就任していることが推測される²⁰。

持株比率について要約すると経常的交代で内部者が就任するような企業では金融機関や外国人持株比率が高い。そして内部者が昇進するケースでは経営者持株比率が高く、外部者が就任するケースでは一般事業会社持株比率が高いことである。この傾向は山口 (2011)と

²⁰ 表にはしていないが、親会社が存在する割合(日経 NEEDSFinancialQUEST で親会社コード、実質親会社コードに値がある割合)は、強制/外部(40.7%)、経常/外部(36.0%)グループが経常/内部(5.0%)、強制/内部(12.3%)そして交代なしグループ(6.9%)と比較して高いことで裏付けられている。

大きな違いはない。このように経営者交代にはコーポレート・ガバナンスの一翼を担う株主の特徴が反映されている。

次に利益マネジメントと経営者交代との関係を観察するために、会計的裁量行動の代理変数である裁量的会計発生高の絶対値に着目する。これは高い値であるほど裁量的行動が大きいことを意味する。図 18 で注目すべきは、経常/内部の場合の裁量行動が最も小さく、強制/内部、交代なしグループと比較して有意である。経常/内部は前節の分析ではそれほど利益が悪化していないため、こういった交代の場合は、経営者交代にまつわる裁量行動が抑えられるのかもしれない。

図 19 の実体的裁量行動に移る。会計的裁量行動と同様に、実体的裁量行動でも、経常/内部グループの実体的裁量行動は交代なしと強制/内部グループと比較して有意に小さい。これは次期経営者に経営権を委譲する際に将来キャッシュ・フローを必ずしも最大化しない意思決定の可能性のある実体的裁量行動を避けているのかもしれない。しかし強制/外部のグループでも交代なしグループよりも小さく、交代なしグループの実体的裁量行動が大きい点は今後の調査が待たれる。

3.2. 経営者交代後の財務比率等の推移

経営者交代後の財務比率の変化を検討する。経営者交代後に財務比率がどう改善するかは経営者交代のパターンによる企業経営に与える影響を把握する上で重要である。まず図 1, 2 では t 期に総資産経常利益率、総資産当期純利益率が経営者交代後の全グループで上昇している。ただし強制的交代の 2 グループが交代なし、経常/内部グループと依然として有意な差があり、業績が経営者交代により交代なしグループに追いついたわけではない。有意な差があるグループは $t-1$ 期と同じであった。 $t+1$ 期においては経常/外部グループのみ利益率が低下し、交代なし、経常/内部グループとの有意な差が発生する。全般的に利益の回復という点では、特に強制/内部グループで経営者交代の効果は観察される。しかし経常/外部グループの場合、 $t+1$ 期まで見れば業績がそれほど回復しないことを示している。

図 3, 4 で総資産経常利益率、総資産当期純利益率の変化について観察する。 t 期は、 $t-1$ 期と比較すると経営者交代後に回復の傾向が見られる。 $t-1$ 期に見られた経常利益率、当期純利益率の変化の有意な差は t 期において見られなくなっている。 $t+1$ 期においては、経常利益率の変化で強制/内部グループは、他のグループすべてよりも、当期純利益の変化で交代なし、経常/内部、強制/外部の各グループよりも値が有意に大きく、業績の回復が進んでいることがわかる。前任者の実権が失われた状態で内部者が昇進すると業績が回復しやすいのかもしれない。またここでも経常/外部グループの利益の回復が遅れていることがわかる。

次に図 5, 6 の経常利益と当期純利益の予想誤差の変化である。 t 期には $t-1$ 期よりも全体的に予想利益誤差が小さくなっており予想利益の達成度合いが高まっている。強制/内部と交代なしグループの経常利益の予想誤差における有意な差が消失し、経営者交代の結果、ど

の経営者交代が発生したグループにおいても交代なしグループと近い予想利益の達成がなされていると考えられる。しかし強制/内部と経常/内部グループとの有意な差は残っている。次に当期純利益の予想誤差については、 $t-1$ 期と同様に t 期には強制/内部グループが交代なし、経常/内部、強制/外部グループと比較して有意に低くなっている。経常利益と当期純利益の結果の差からは、強制/内部グループにおいて期初には予想できなかった特別損失の発生がうかがえる。なお t 期については、期初予想が必ずしも期末の経営者が予想しているとは限らない。そこで $t+1$ 期を見るとさらに予想利益誤差の差はさらに小さくなり、平均値、中央値に差のあるグループは存在しない。経営者交代後には経営者予想精度が上昇あるいはより経営者予想を達成できるようになったと考えられる。

図 7, 8 の産業調整済経常利益率、産業調整済当期純利益率については t 期に経営者交代のあったグループでも値は横ばいで産業での相対的な様相は変化していない。従って各グループ間の差は $t-1$ 期と同様の特徴が観察され、産業からの乖離は経営者交代後も維持されている。さらに $t+1$ 期には経常/外部、強制/内部、強制/外部の 3 グループで値がマイナスである。経常/外部、強制/内部グループの利益率が悪化し、経常/外部と経常/内部グループとの有意な差が観察されるようになっている。産業内で見た場合は、経常/内部グループを除いて 1 期での回復は難しいようである。

次に図 9 の ROE については、 t 期については劇的な回復傾向が見られない。グループ間の差については $t-1$ 期と同様の特徴が見いだせるが経常/外部、強制/内部グループに ROE の回復傾向が見られる。そのため強制/内部と交代なしグループの有意な差異が消滅している。 $t+1$ 期には経常/外部グループの ROE が下降するため、経常/内部、経常/外部グループとの間にも差が生じており、経営者交代の態様によって $t+1$ 期の ROE に差が生じている。

利益関連指標の特徴としては、経営者交代企業の利益は回復しているものの産業内で比較すれば、それほど回復基調にあると見られない。これは経営者交代が特に業績回復の要因となっていなかったこと示した清水 (2015) の分析と一致する。特に経常/外部グループの利益の回復が遅れている。経常/外部グループとは対照的な交代である強制/内部グループは業績の回復度合いが大きい。これは前任者が実権を持たない形で退任し企業内部をよく理解する内部者が昇進した場合に利益が回復する可能性を示唆する。予想利益に関しては経営者が交代すると予想誤差は減少し、正確な予想ができるようになってきている。山口 (2011) と比較すると予想誤差がプラスの方向になっている点異なる。産業調整済経常利益率、産業調整済当期純利益率では、さほど上昇基調が見られないことをあわせて考えると、これは新任経営者の利益予想が保守的になっているからかもしれない。また $t-1$ 期に引き続き、経常的な交代かつ内部者が昇進しているケースは交代がないサンプルと差がない業績を上げている点も特徴である。

次に安全性に関する指標の変化を分析する。図 10 の流動比率については、ほぼ値に変わりはなく、 t 期、 $t+1$ 期には強制的交代の 2 グループが交代なしグループと有意に差がある。流動比率の変化も計算し分析したが、 t 期に強制/内部と強制/外部グループに差があるほか

は特に大きな変化は見られない。

図 11 の固定比率では、 t 期に経常/外部グループのみ値が上昇していることがわかる。その他のグループは緩やかに減少している。このことを図 20 の固定比率の変化で観察する。経常/外部グループの固定比率の差分は減少の大きかった強制/外部サンプルと比較して有意に高く、このグループのみ経営者交代サンプルの中では固定資産により投資していることになる。また強制/内部サンプルは値の減少が交代なしサンプルと比較して大きい。図 11, 20 では $t+1$ 期でも強制/外部グループの固定比率は他と比較して大きく低下している。低下幅は交代なし、経常/内部グループと比較しても有意であり、強制/外部グループの経営者が固定資産の圧縮をしている傾向が見て取れる。

図 12 の負債比率は t 期、 $t+1$ 期にどのグループも値が低下している。その中でも強制/外部グループが最も減少している。値の差の傾向は経常/内部と強制/内部グループとに有意な差が追加されるほかは、 $t-1$ 期と同様である。そこで、図 20 の負債比率の変化を見ると t 期には強制/内部、強制/外部の負債比率の減少幅が他のグループより大きく、強制/内部は交代なしグループより有意にマイナスであり、負債をより減少させていることがわかる。 $t+1$ 期には強制/外部グループの負債比率の減少が大きく、交代なしグループよりも有意に減少している。このように負債比率は強制的交代の 2 グループで交代なしグループと比べて有意に減少し、強制的交代が負債の減少をもたらしていると考えられる。

図 13 のアルトマン Z スコアに関しては、すべてのグループで値が上昇しており、経営者交代に関する特徴は見受けられない。

安全性指標に関しては、経営者交代後に値が改善している。特に強制/外部グループの指標が目立って改善していることがわかる²¹。この傾向は山口 (2011)と類似した結果である。

図 14 から 17 の持株比率については t 期と $t+1$ 期の値に大きな変化はなく、経営者交代のパターンによって持株比率に変化が生じているわけではないことがわかる。

図 18 の会計的裁量行動については、 t 期に強制/外部グループの値が大きくなっており、交代なし、経常/内部、強制/内部の各グループとの差は有意である。これは強制/外部のグループが利益減少的な利益マネジメントをとるという先行研究(山口 2013)と一致する。強制/内部と比較しても有意である。つまり t 期においては強制的交代サンプルに利益マネジメントの傾向が見られる。次に $t+1$ 期についても、差が有意になる組み合わせに強制/内部と交代なしグループが加わり、強制/内部と強制/外部グループの有意な差が消滅するほかは大きな変化がない。

図 19 の実体的裁量行動については t 期に経常/外部の実体的裁量行動が大幅に減少しているほかは全体的には大きな変化はない。 $t-1$ 期と同様、 t 期に経常内部グループと交代なし、強制/内部グループとの差が有意である。また $t+1$ 期には経常/内部と交代なしグループの差が有意であるほかは有意な差が観察されず、 t 期と $t+1$ 期で実体的裁量行動に大きな変化は

²¹ アルトマンの Z スコアは、強制/外部グループとそのほかグループとの差が有意なままであるが t 期、 $t-1$ 期の値が大きく低下しており、経営者交代後の倒産確率の減少が他のグループより大きい。

観察されない。

4. まとめ

本研究では、2010年から2019年までのサンプルを用いて、日本企業における経営者交代の特性を、経営者の属性、財務数値および持分比率の観点から分析した。本研究では2000年代以前のサンプルを使用した先行研究と比較して経常的交代が減少し、この減少が長期的な傾向にある証拠を提示した。しかし退任時の経営者の年齢や新任経営者の入社から就任までの年数は、先行研究とそれほど差はないことを確認した。次に退任時の財務比率の特性としては、強制的な交代かつ／もしくは外部者就任のサンプルの業績が交代のないグループや経常的かつ内部者が昇進しているグループと比較して悪化していた。経常的かつ内部者昇進の業績や財務指標は、交代がなかったグループと同じか上回っている場合があった。研究上は、コーポレート・ガバナンスの規律が働いているともいえる強制的交代を対象とすることが多いが、こういった業績悪化を伴わない経営者交代のメカニズムにも焦点を当てられるべきであろう。交代後の業績では強制的かつ内部者昇進グループの利益の回復が大きいですが、対照的な退任経営者が代表権を保持して企業に残っていてかつ外部者が就任した時には業績の回復は思わしくない。こういった場合の内部昇進者の業績の低迷についても注目に値する。また安全性分析では前任者が実権を持たず外部者が就任した場合の指標の改善度合いが大きく、直感と一致する。

持株比率は外部者就任の企業で類似しており、外部者就任には持株比率が関係していることも示し、所有比率の違いによる各企業のコーポレート・ガバナンス機構の相違が経営者交代とその後の業績に与える影響も垣間見えた。こういった本研究の研究成果は今後の経営者交代に関する研究に有用な基礎的データとなろう。

Appendix 会計的裁量行動、実体的裁量行動の推定

A1. 会計的裁量行動の推定

会計的裁量行動は Kothari, Leone, and Wasley (2005)で用いられた Jones (1991), Dechow, Sloan, and Sweeney (1995)を基礎に業績を加味したモデルで推定する。

$$ACC_{it} / ASSET_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / ASSET_{it-1}) + \beta_2 (\Delta SALES_{it} - \Delta AR_{it}) / ASSET_{it-1} + \beta_3 PPE_{it} / ASSET_{it-1} + \beta_4 NI_{it} / ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A1)$$

ACC = 会計発生高 = 営業活動によるキャッシュ・フロー (CFO) - 当期純利益(NI), ASSET = 総資産, SALES = 売上高, $\Delta SALES$ = 売上高の変化, ΔAR = 売上債権の変化, PPE = 償却性有形固定資産。

(A1)式を産業一年別にグルーピングしたサンプルで最小二乗法で推定し、残差(abACC)を

裁量的会計発生高とする。推計には産業一年に最低 20 以上の観測値がある産業のみで行う。これは実体的裁量行動の推定でも同じである。そして残差の絶対値, $|abACC|$, を会計的裁量行動の代理変数とする。

A2. 実体的裁量行動の推定

実体的裁量行動は, Roychowdhury (2006)が提案した営業活動によるキャッシュ・フロー, 裁量的費用, 製造原価のモデルを利用して測定する。推定式は以下の通り (A2)式, (A3)式そして(A4)式である。

$$CFO_{it} = \beta_0 + \beta_1 (1 / ASSET_{it-1}) + \beta_2 SALES_{it} / ASSET_{it-1} + \beta_3 SALES_{it} / ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A2)$$

$$DISEXP_{it} = \beta_0 + \beta_1 (1 / ASSET_{it-1}) + \beta_2 SALES_{it-1} / ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A3)$$

$$PROD_{it} = \beta_0 + \beta_1 (1 / ASSET_{it-1}) + \beta_2 SALES_{it} / ASSET_{it-1} + \beta_3 \Delta SALES_{it} / ASSET_{it-1} + \beta_4 \Delta SALES_{it-1} / ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A4)$$

$DISEXP$ = 裁量的費用(研究開発費+広告宣伝費+拡販費・その他販売費+役員報酬・賞与+人件費・福利厚生費), $PROD$ = 棚卸資産の変化+売上原価。

各式で計算された残差をそれぞれ $abCFO$, $abDISEXP$, $abPROD$ とする。Roychowdhury (2006)によれば, 売上操作と過剰生産は異常に低い $abCFO$ と異常に高い $abPROD$ となり, 裁量的支出の削減は異常に低い $abDISEXP$ となる。本研究では 3 タイプの実体的裁量行動 (売上操作, 過剰生産, 裁量的支出の削減) の影響を総合的に捕捉するために, それらの合成尺度 ($|REM|$)を設定し, 実体的裁量行動の代理変数とする(Enomoto, Kimura, and Yamaguchi 2018)。

$$|REM| = |abCFO \times (-1) + abDISEXP \times (-1) + abPROD|$$

$abCFO$, $abDISEXP$ にマイナス 1 が乗じられているのは, 利益増加的な実体的裁量行動を正の方向にするためである。

【参考文献】

- Agrawal, A., and T. Cooper. 2017. Corporate governance consequences of accounting scandals: Evidence from top management, CFO and auditor turnover. *Quarterly Journal of Finance* 7 (1): 1650014-1–1650014-41.
- Agrawal, A., J. F. Jaffe, and J. M. Karpoff. 1999. Management turnover and governance changes following the revelation of fraud. *Journal of Law and Economics* 42 (2): 309–342.
- Ali, A., and W. Zhang. 2015. CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 59 (1): 60–79.

- Altman, E. I., 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance* 23 (4): 589–609.
- Beneish, M. D. 1999. The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal* 55 (5): 24–36.
- Bennedsen, M., K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzales, and D. Wolfenzon. 2007. Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *Quarterly Journal of Economics* 122 (2): 647–691.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, A. P. Sweeney, and R. G. Sloan. 2015. Detecting earnings management. *Asian Financial Statement Analysis* 70 (2): 73–105.
- Dikolli, S. S., W. J. Mayew, and D. Nanda. 2014. CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of Accounting Studies* 19 (1): 281–327.
- Elliott, J. and W. Shaw. 1988. Write-offs as accounting procedures to manage perceptions. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement): 91–119.
- Enomoto, M., F. Kimura, and T. Yamaguchi. 2018. A cross-country study on the relationship between financial development and earnings management. *Journal of International Financial Management and Accounting* 29 (2): 166–194.
- Francis, J., J. D. Hanna and L. Vincent. 1996. Causes and effects of discretionary asset write-offs. *Journal of Accounting Research*. 34 (Supplement): 117–134.
- Ghosh, A. Al, and J. Wang. 2019. Accounting losses as a heuristic for managerial failure: Evidence from CEO turnovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54 (2): 877–906.
- Hazarika, S., J. M. Karpoff, and R. Nahata. 2012. Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics* 104 (1): 44–69.
- Jarva, H., J. P. Kallunki, and G. Livne. 2019. Earnings performance measures and CEO turnover: Street versus GAAP earnings. *Journal of Corporate Finance* 56: 249–266.
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193–228.
- Kang, J. K., and A. Shivdasani. 1995. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics* 38 (1): 29–58.
- Kang, J. and A. Shivdasani. 1996. Does the Japanese governance system enhance shareholder wealth? Evidence from the stock-price effects of top management turnover. *The Review of Financial Studies* 9 (4): 1061–1095.
- Kaplan, S. N. 1994. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy* 102 (3): 510–546.
- Kaplan, S. N., and B. A. Minton. 2012. How has CEO turnover changed? *International Review of Finance* 12 (1): 57–87.

- Karpoff, J. M., D. S. Lee, and G. S. Martin. 2008. The cost to firms of cooking the books. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43 (3): 581–611.
- Karpoff, J. M., D. S. Lee, and G. S. Martin. 2008. The consequences to managers for financial misrepresentation. *Journal of Financial Economics* 88 (2): 193–215.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163–197.
- Kryzanowski, L., and Y. Zhang. 2013. Financial restatements and Sarbanes-Oxley: Impact on Canadian firm governance and management turnover. *Journal of Corporate Finance* 21 (1): 87–105.
- Kuang, Y. F., B. Qin, and J. L. Wielhouwer. 2015. CEO origin and accrual-based earnings management. *Accounting Horizons* 28 (3): 605–626.
- Lee, S., S. R. Matsunaga, and C. W. Park. 2012. Management forecast accuracy and CEO turnover. *The Accounting Review* 87 (6): 2095–2122.
- Leone, A. J., and M. Liu. 2010. Accounting irregularities and executive turnover in founder-managed firms. *The Accounting Review* 85 (1): 287–314.
- Miyajima, H., R. Ogawa, and T. Saito. 2018. Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 47: 17–31.
- Murphy, K. J., and J. L. Zimmerman. 1993. Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1–3): 273–315.
- Parrino, R. 1997. CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics* 46: 165–197.
- Riedl, E. J. 2004. An examination of long-lived asset impairments. *The Accounting Review* 79 (3): 823–852.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335–370.
- Suk, I., S. W. Lee, and W. Kross. 2020. *CEO Turnover and Accounting Earnings: The Role of Earnings Persistence*. Working Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3516091>.
- Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 431–460.
- Yamaguchi, T. 2020. Earnings management to achieve industry-average profitability in Japan. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*. Forthcoming.
- 石田惣平. 2019. 「経営者の在任期間と業績予想の正確度」一橋大学マネジメント・イノベーション研究センター・ワーキングペーパー. No. 224.
- 石田惣平・蜂谷豊彦. 2019. 「経営者交代と利益調整行動」一橋大学マネジメント・イノベーション研究センター・ワーキングペーパー. No. 216.

- 石田惣平・蜂谷豊彦. 2020. 「経営者交代と業績予想情報」『現代ディスクロージャー研究』近刊.
- 太田裕貴. 2019. 「経営者交代後の在職期間と設備投資の関連性」『証券アナリストジャーナル』 57 (12): 88–98.
- 乙政正太. 2004. 『利益調整メカニズムと会計情報』 森山書店.
- 久保克行. 2010. 『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』 日本経済新聞社.
- 清水一. 2015. 「赤字企業の経営者は交代させるべきか：企業業績と経営者交代の関係」『証券アナリストジャーナル』 53 (7): 68–77.
- 首藤昭信. 2010 『日本企業の利益調整』 中央経済社.
- 柳田具孝. 2018. 「ファミリー企業における経営者交代の決定要因」 Discussion Paper. Series B. 163.
- 山口朋泰. 2011. 「経営者交代企業の基礎的調査と財務比率分析」『産業経理』 71 (2): 175–189.
- 山口朋泰. 2013. 「経営者交代と利益マネジメントー新任経営者のビッグ・バスに関する実証分析ー」『証券アナリストジャーナル』 51 (5): 20–33.

表 1 経営者退任後の動向

役職	2009 年 4 月～ 2010 年 3 月		2010 年 4 月～ 2011 年 3 月		2011 年 4 月～ 2012 年 3 月		2012 年 4 月～ 2013 年 3 月		2013 年 4 月～ 2014 年 3 月		2014 年 4 月～ 2015 年 3 月		2015 年 4 月～ 2016 年 3 月	
会長	215	(162)	202	(156)	206	(160)	178	(118)	193	(152)	187	(145)	196	(154)
取締役	38	(0)	21	(0)	18	(0)	*25	(1)	19	(0)	26	(0)	13	(0)
取締役相談役	26	(0)	29	(0)	19	(2)	29	(0)	24	(1)	21	(1)	16	(0)
副会長	14	(8)	6	(4)	10	(5)	9	(4)	11	(6)	15	(12)	10	(2)
代表取締役	3	(3)	5	(5)	9	(9)	1	(1)	3	(3)	9	(9)	5	(5)
副社長	9	(4)	8	(4)	2	(1)	2	(1)	8	(6)	1	(0)	0	(0)
常勤監査役	0	(0)	2	(0)	1	(0)	1	(0)	0	(0)	0	(0)	2	(0)
専務	1	(1)	1	(0)	0	(0)	1	(1)	0	(0)	1	(0)	0	(0)
常務	1	(0)	1	(0)	1	(0)	1	(0)	0	(0)	1	(0)	0	(0)
最高顧問	1	(1)	0	(0)	1	(0)	0	(0)	0	(0)	1	(0)	0	(0)
顧問	0	(0)	0	(0)	1	(0)	0	(0)	1	(0)	0	(0)	0	(0)
監査役	1	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	1	(0)	0	(0)
執行役	0	(0)	1	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	2	(0)	0	(0)
名誉会長	0	(0)	1	(1)	1	(1)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)
特別顧問	0	(0)	2	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)
議長	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)
名誉所長	0	(0)	1	(1)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)
役職なし	239		211		168		194		174		161		158	
計	548	(179)	491	(171)	437	(178)	441	(126)	433	(168)	426	(167)	400	(161)
経常的交代%	32.7%		34.8%		40.7%		28.6%		38.8%		39.2%		40.3%	
強制的交代%	67.3%		65.2%		59.3%		71.4%		61.2%		60.8%		59.8%	

次ページに続く

表1 経営者退任後の動向(つづき)

役職	2016年4月～ 2017年3月		2017年4月～ 2018年3月		2018年4月～ 2019年3月		合計	
会長	163	(131)	185	(144)	223	(172)	1,948	(1494)
取締役	18	(1)	16	(0)	23	(0)	217	(2)
取締役相談役	16	(1)	16	(0)	13	(0)	209	(5)
副会長	10	(2)	10	(3)	16	(6)	111	52
代表取締役	6	(6)	1	(1)	1	(1)	43	43
副社長	3	(2)	4	(2)	0	(0)	37	(20)
常勤監査役	1	(0)	0	(0)	1	(0)	8	(0)
専務	2	(0)	0	(0)	1	(0)	7	(2)
常務	1	(0)	1	(0)	0	(0)	7	(0)
最高顧問	0	(0)	1	(0)	0	(0)	4	1
顧問	0	(0)	1	(0)	0	(0)	3	0
監査役	0	(0)	0	(0)	1	(0)	3	(0)
執行役	0	(0)	0	(0)	0	(0)	3	(0)
名誉会長	0	(0)	0	(0)	0	(0)	2	(2)
特別顧問	0	(0)	0	(0)	0	(0)	2	(0)
議長	1	(0)	0	(0)	0	(0)	1	(0)
名誉所長	0	(0)	0	(0)	0	(0)	1	(1)
役職なし	156		170		167		1,798	
計	377	(143)	405	(150)	446	(179)	4,404	(1622)
経常的交代%	37.9%		37.0%		40.1%		36.8%	
強制的交代%	62.1%		63.0%		59.9%		63.2%	

注) 役職の序列ではなく、合計の多い順に並べている。() 内の数値は退任経営者のうち代表権保持役員として残留するケースの数であり、本研究で経常的交代とされる。監査役会設置会社と委員会設置会社を分けていないため、「取締役」の中には業務意思決定も行う取締役と業務執行に対する監督のみを行う取締役が混在している可能性がある。※1は専務を兼任。※2は代表執行役を兼任。※3は副会長を兼任。執行役、代表執行役の役職と取締役を兼ねる者については取締役としている。

表 2 経営者退任時の年齢(N = 4,404)

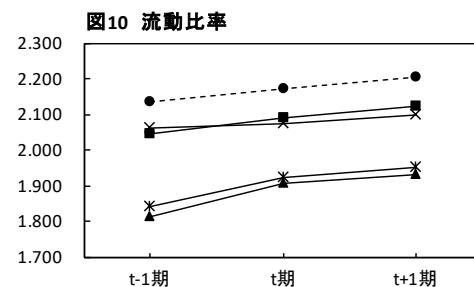
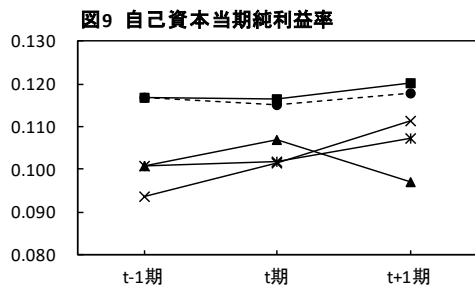
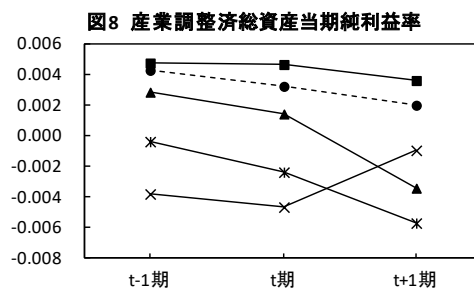
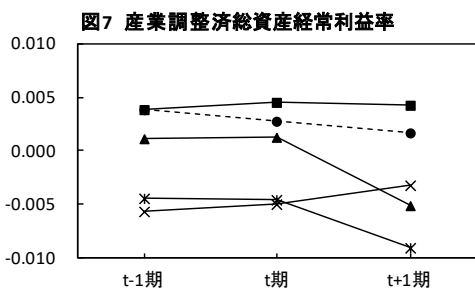
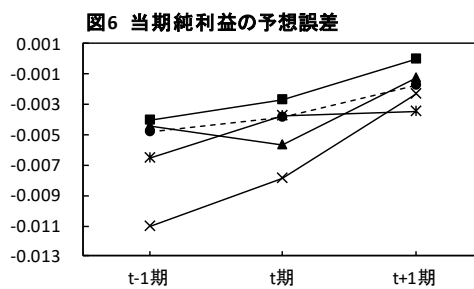
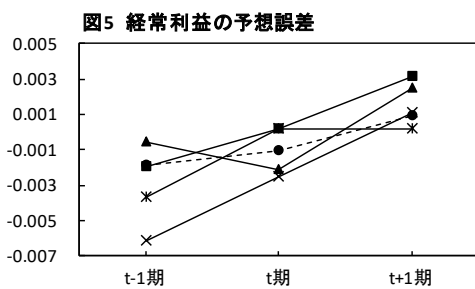
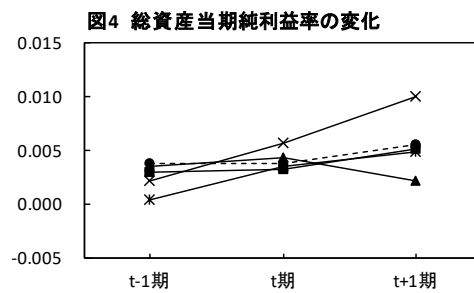
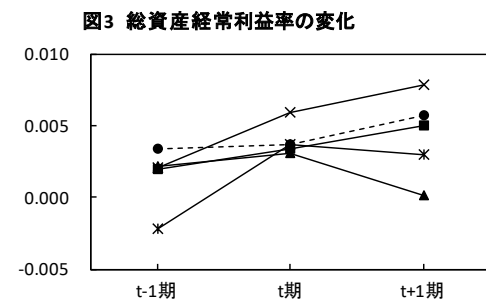
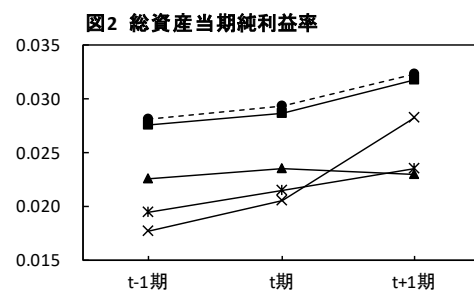
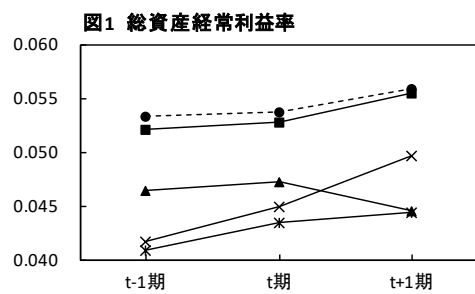
年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%
			31	3	0.07	41	28	0.64	51	55	1.25	61	164	3.72	71	98	2.23	81	7	0.16
			32	3	0.07	42	32	0.73	52	52	1.18	62	217	4.93	72	69	1.57	82	9	0.20
			33	3	0.07	43	18	0.41	53	59	1.34	63	263	5.97	73	53	1.20	83	6	0.14
			34	2	0.05	44	25	0.57	54	65	1.48	64	357	8.11	74	43	0.98	84	6	0.14
			35	3	0.07	45	31	0.70	55	73	1.66	65	414	9.40	75	45	1.02	85	8	0.18
			36	8	0.18	46	39	0.89	56	63	1.43	66	375	8.51	76	25	0.57	86	6	0.14
			37	13	0.30	47	44	1.00	57	79	1.79	67	333	7.56	77	14	0.32	87	1	0.02
			38	14	0.32	48	39	0.89	58	87	1.98	68	282	6.40	78	15	0.34	88	2	0.05
			39	13	0.30	49	42	0.95	59	108	2.45	69	202	4.59	79	11	0.25	89	1	0.02
30	3	0.06	40	19	0.43	50	44	1.00	60	141	3.20	70	157	3.56	80	13	0.30			

表 3 経営者就任時の年齢(N = 4,404)

年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%
			31	14	0.15	41	118	1.24	51	195	2.05	61	791	8.33	71	26	0.27
			32	29	0.31	42	128	1.35	52	205	2.16	62	632	6.66	72	18	0.19
			33	23	0.24	43	113	1.19	53	267	2.81	63	477	5.02	73	16	0.17
			34	38	0.40	44	112	1.18	54	310	3.27	64	329	3.47	74	9	0.09
25	4	0.04	35	35	0.37	45	118	1.24	55	397	4.18	65	226	2.38	75	7	0.07
26	1	0.01	36	50	0.53	46	134	1.41	56	436	4.59	66	145	1.53	76	8	0.08
			37	63	0.66	47	151	1.59	57	593	6.25	67	93	0.98	77	6	0.06
28	5	0.05	38	78	0.82	48	139	1.46	58	669	7.05	68	67	0.71	78	6	0.06
29	7	0.07	39	96	1.01	49	165	1.74	59	755	7.95	69	44	0.46	79	5	0.05
30	6	0.06	40	102	1.07	50	180	1.90	60	806	8.49	70	30	0.32	80	4	0.04
															81	3	0.03
															82	1	0.01
															83	2	0.02
															84	4	0.04
															87	2	0.02
															90	1	0.01

表 4 新任経営者が入社から経営者になるまでの期間(N = 4,404)

年	度数	%	年	度数	%	年	度数	%	年	度数	%	年	度数	%	年	度数	%
0	793	18.01	～10	87	1.98	～20	37	0.84	～30	65	1.48	～40	112	2.54	～50	5	0.11
～1	269	6.11	～11	61	1.39	～21	32	0.73	～31	71	1.61	～41	62	1.41	～51	4	0.09
～2	176	4.00	～12	64	1.45	～22	40	0.91	～32	84	1.91	～42	52	1.18	～52	1	0.02
～3	136	3.09	～13	63	1.43	～23	28	0.64	～33	113	2.57	～43	37	0.84	～53		
～4	108	2.45	～14	50	1.14	～24	39	0.89	～34	119	2.70	～44	22	0.50	～54	1	0.02
～5	94	2.13	～15	61	1.39	～25	39	0.89	～35	150	3.41	～45	13	0.30	～55	4	0.09
～6	100	2.27	～16	48	1.09	～26	39	0.89	～36	144	3.27	～46	12	0.27	～56	1	0.02
～7	92	2.09	～17	41	0.93	～27	52	1.18	～37	156	3.54	～47	8	0.18	～57		
～8	81	1.84	～18	37	0.84	～28	41	0.93	～38	134	3.04	～48	7	0.16	～58		
～9	77	1.75	～19	56	1.27	～29	66	1.50	～39	118	2.68	～49	1	0.02	～59	1	0.02



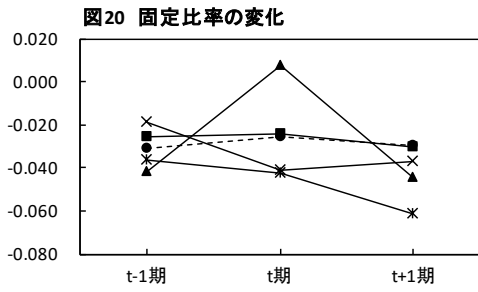
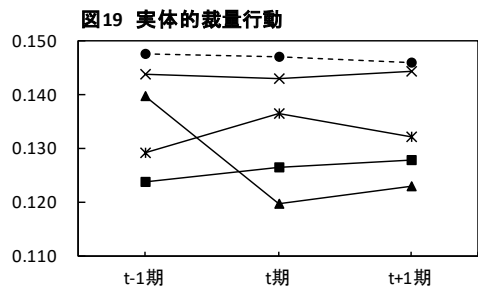
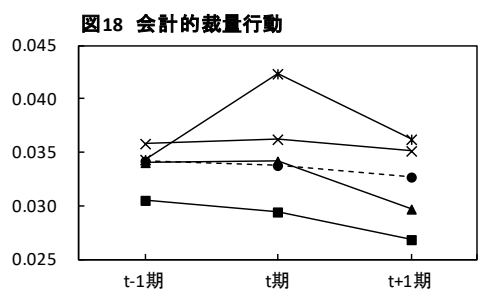
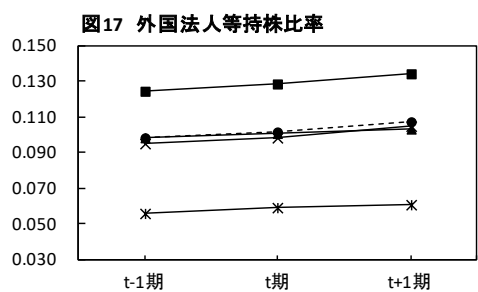
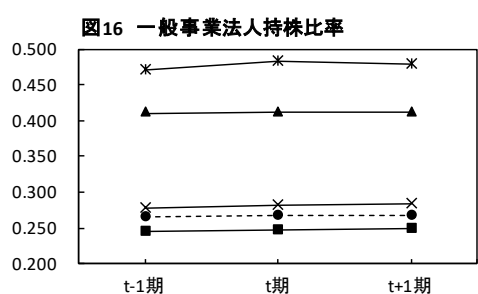
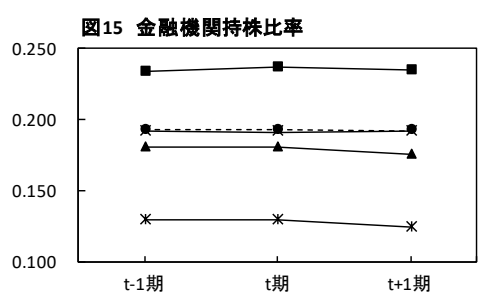
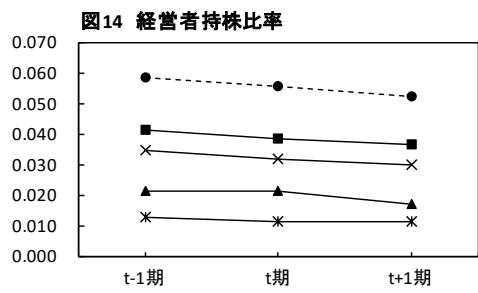
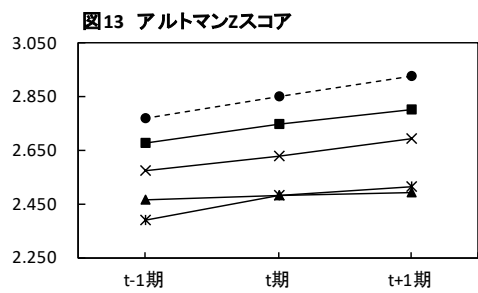
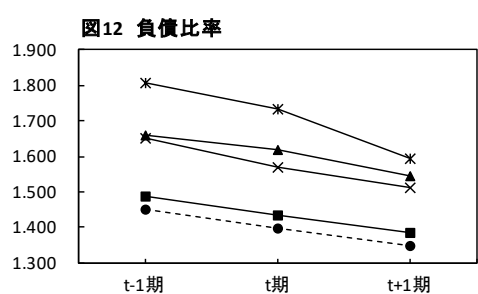
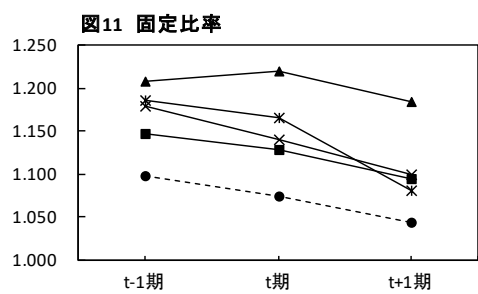
--●-- 交代なし (n = 10,260)

—×— 強制/内部 (n = 811)

—■— 経常/内部 (n = 695)

—*— 強制/外部 (n = 256)

—▲— 経常/外部 (n = 74)



--●-- 交代なし (n = 10,260)
 --×-- 強制/内部 (n = 811)

—■— 経常/内部 (n = 695)
 —*— 強制/外部 (n = 256)

—▲— 経常/外部 (n = 74)

図21 負債比率の変化

